

# Unsere Sicht im Februar

8. Februar 2022



# Die Zinswende ist da

**Die Inflation gibt den Takt vor und die Notenbanken reagieren. Die Bank of England hat die Zinsen schon erhöht, die Fed wird im März folgen und die EZB hat zumindest kommunikativ die Wende eingeleitet.**

Wie lange ist ein Risiko ein Risiko und noch nicht Realität? Diese Frage ist wohl vom Führungsgremium der Europäischen Zentralbank (EZB) ausgiebig diskutiert worden. Immerhin hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde eingeräumt, dass die jüngsten Inflationszahlen höher ausgefallen seien als erwartet. Nur von Inflationsrisiken zu sprechen, war damit keine Option mehr. Lagarde betonte daher, dass die EZB auf die veränderte Datenlage reagieren würde. Eine erste Leitzinserhöhung in diesem Jahr schloss sie nicht mehr aus. Zunächst steht jedoch die Einstellung der Wertpapierkäufe auf dem Programm.

Diesbezüglich ist die US-Notenbank Fed schon weiter. Sie beendet bereits im März die Anleihenkäufe, auch eine erste Leitzinserhöhung gilt als ausgemacht und weitere dürften bald folgen. Zudem wird wohl die Reduktion der Bilanzsumme bald angegangen werden.

Dieser Regimewechsel stellt die Finanzmärkte vor Herausforderungen. Die Erwartungen werden angepasst, hohe Bewertungen von Unternehmen in Frage gestellt. Der Jahresauftakt an den Aktienmärkten war entsprechend holprig, die Risikoaversion hat zuletzt zugenommen.

Wir bevorzugen weiterhin Aktien und behalten unser Übergewicht ungeachtet der Entwicklung bei. Allerdings verschieben wir die regionale Gewichtung. Wir reduzieren US-Aktien und erhöhen im Gegenzug Schwellenländer und Japan. Diese zwei Regionen ziehen mit Europa gleich.

Die Geldpolitik handelt, ihre Glaubwürdigkeit ist bis jetzt nicht in Frage gestellt. Das stimmt uns zuversichtlich. Gemäss unserem neuen Indikator\* ist ausserdem Besserung bei den Lieferproblemen in Sicht. Und die Auftragslage ist weiterhin sehr gut.

Bei Obligationen und Alternativen Anlagen bleibt die derzeitige Allokation vorerst unverändert.

Dr. Felix Brill, **Chief Investment Officer**

\*VP Bank Lieferkettenindex ([Link](#))

# Unsere Sicht aufs Portfolio



- Das **deutliche Untergewicht von Staatsanleihen** hat sich bewährt
- Wir erhöhen die Aktienquote bei **Schwellenländern** und **Japan**
- Der **Euro** hat Aufwertungspotential



- **US-Aktien** aufgrund des hohen Anteils von Technologieunternehmen
- Zinswende setzt **Staatsanleihen** weiterhin unter Druck

- ● ● ● ● Stark übergewichten
- ● ● ○ ○ Neutral
- ○ ○ ○ ○ Stark untergewichten

Basis: Mandat CHF ausgewogen

## Geldmarkt



## Anleihen



- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- USD-Anleihen
- Schwellenländer



## Aktien



- Schweiz
- Europa
- USA
- Japan
- Schwellenländer
- Welt und Themen



## Alternative Anlagen



- Hedge Funds
- ILS
- Wandelanleihen
- Gold



# Unsere Sicht auf die **Konjunktur**



- Wir rechnen mit einem **Boom in der Industrie**, sobald sich der Materialmangel aufhebt
- **Umbau zu einer klimaneutralen Wirtschaft** spricht für langanhaltenden Aufschwung



- **Materialknappheit** bremst wirtschaftliche Erholung weiterhin
- **Omikron-Welle** dämpft Entwicklung im Dienstleistungssektor
- **Notenbanken** könnten wegen **Inflationsrisiken** überreagieren

## **Hohe Wachstumsdiskrepanz innerhalb der Eurozone**

Selten gab es beim Wachstum des gemeinsamen Währungsraumes solch gewaltige Unterschiede, wie es im Schlussquartal 2021 der Fall war. Während die spanische Volkswirtschaft mit Hochgeschwindigkeit unterwegs war und sich auch die italienische und französische Wirtschaft mit Zuwächsen von 0.6 % bzw. 0.7 % gegenüber dem Vorquartal respektabel schlugen, standen Deutschland und Österreich mit einem Rückgang des Bruttoinlandprodukts auf dem Pannestreifen. Im laufenden aber vor allem in den darauf folgenden Quartalen dürfte das Wachstum innerhalb des Währungsraumes wieder wesentlich synchroner ausfallen. Die jüngste Erholung wichtiger Frühindikatoren lässt darauf schließen, dass sich die Eurozone einheitlicher zeigen wird und auch diejenigen Länder, die einen Dämpfer erlitten, wieder mit positiven Wachstumsraten aufwarten werden.

# Unsere Sicht auf die Geldpolitik



- **Überraschungspotenzial** hinsichtlich des weiteren Fed-Kurses **ist begrenzt**
- **Noch keine Zinserhöhungen** von der EZB
- **SNB** lässt sich mit Anpassung der Geldpolitik Zeit



- Diskussion über **das richtige geldpolitische Mass** gewinnt an Intensität
- **Bilanzsummenabbau** der Fed ist ein Risiko
- Unerwartete geldpolitische Manöver könnten **Nervosität an den Finanzmärkten** hervorrufen

## Fed ist bereit

Die Fed hat die Marktteilnehmer auf den «Lift-off» vorbereitet. Bei ihrer nächsten Sitzung im März wird sie den Leitzins mit hoher Wahrscheinlichkeit um 25 Basispunkte auf ein Zielband von 0.25 bis 0.5 % erhöhen. Mittlerweile muss von vier Zinserhöhungen im laufenden Jahr ausgegangen und obendrein mit einer Bilanzsummenreduktion gerechnet werden. Der Medientext zum jüngsten Treffen des Offenmarktausschusses (FOMC) legt diesen Schluss nahe. An der begleitenden Medienkonferenz überraschte Fed-Chef Jerome Powell mit dem Satz, dass die Fed grundsätzlich auf jeder der diesjährigen FOMC-Sitzungen den Zins anheben könne. Dies würde sieben Zinserhöhungen implizieren. Aus unserer Sicht wollte der Notenbankvorsitzende damit lediglich signalisieren, dass man in Washington im Falle fortwährend hoher Inflationsraten bereit ist, zu handeln.



- Die **Optionsmärkte** implizieren erste Leitzinssenkungen in den USA bereits schon wieder für 2024
- Staatsanleihen **diversifizieren** ein Portfolio



- Die **Fed** stellt ihre Netto-Wertpapierkäufe im März ein, Staatstitel bekommen damit weniger Unterstützung
- **EZB** stellt in Anbetracht deutlich höherer Inflationsraten eine Straffung der Geldpolitik in Aussicht
- Staatsanleihen bergen ein **hohes Zinsänderungsrisiko**

## Renditeanstieg vor allem am kurzen Ende

Die erste Zinserhöhung der Fed rückt näher. Damit dürfte gleichzeitig auch eine Kurvenverflachung einsetzen - dies zeigt die Historie. Konkret bedeutet dies, dass am kurzen Ende der Zinskurve die Renditen stärker steigen als im länger laufenden Bereich. Der Blick auf früherer Zinserhöhungszyklen zeigt auch, dass das Verhalten 10-jähriger US-Renditen im Falle von Fed-Zinserhöhungen keineswegs einheitlich ist. Das heisst: Ein weiterer Renditeanstieg am langen Ende der Zinskurve ist nicht in Stein gemeißelt. Je aggressiver die Fed gegen die Inflationsgefahren vorgeht, desto mehr nimmt die Furcht vor einem wirtschaftlichen Abschwung zu und desto mehr wird ein möglicher Renditeanstieg im 10-jährigen Laufzeitenbereich gebremst. Gerade deshalb sehen wir das Potenzial für weitere signifikante Renditeanstiege für 10-jährige US-Staatsanleihen derzeit begrenzt.



- **Inflationsraten** dürften im Jahresverlauf fallen
- Unternehmen aus dem **Energiesektor** bieten eine sinnvolle Absicherung
- Das **lange Ende** der Zinskurve nähert sich unserem Zielpfad



- Trotz jüngster **Kursverluste** sind nur Realrenditen von 30-jährigen Anleihen positiv
- Ein Abrutschen in eine **Rezession** würde Unternehmensanleihen via Risikozuschlag stark zusetzen
- Sollten **Lieferketten wider Erwarten** länger unterbrochen bleiben, könnte die Inflation hartnäckig hoch bleiben

## Inflation ist, wenn weniger einmal mehr war

Das neue Jahr hat an den Anleihenmärkten mit deutlichen Verlusten begonnen. Nach der Fed zeigt sich auch die EZB angesichts der anhaltend hohen Inflationsraten überrascht. In den USA sind bereits fünf Zinsschritte für dieses Jahr eingepreist. Da die Löhne mit den steigenden Preisen nicht mithalten, hat die Teuerung bereits ohne Zinserhöhungen einen negativen Effekt auf die realen Einkommen. Da sich das lange Ende der Zinskurve deutlich weniger stark bewegt hat und sich langsam unserem Ziel nähert, werden Anleihen zusehends attraktiver. Unternehmen aus dem Energiesektor sind besonders hervorzuheben. Sollten die steigenden Energiepreise die Inflationsraten noch länger hoch halten, profitieren Unternehmen aus diesem Bereich zumindest von fallenden Kreditaufschlägen.



- **Positiver Konjunkturausblick** für viele Industrienationen und Schwellenländer
- **Höhere Rohstoffpreise** nützen tendenziell Schwellenländern
- **Ökologische Transformation** löst hohe Infrastrukturinvestitionen aus



- USA weisen bei solidem aber **moderatem Gewinnwachstum** weiterhin eine sehr hohe fundamentale Bewertung aus
- Hohe Kosten, Lieferengpässe und steigende Löhne beeinflussen die **Gewinnmargen** negativ

## Unsicherheit wegen Zinspfad

Seit Jahresbeginn sind die Marktteilnehmer verunsichert. Gab zunächst die US-Notenbank klare Zinserhöhungssignale, zwingt die hohe Inflation nun auch der Europäischen Zentralbank einen Kurswechsel auf. Veränderungen der Geldpolitik haben im ersten Schritt meistens einen grossen Einfluss auf die Preisbewegungen. Denn steigende Zinsen sorgen für höhere Kapitalkosten, die ab einer gewissen Höhe das Wachstum dämpfen. Dieser Effekt wird zur Zeit verarbeitet. Immerhin ist die weltweite Auftragslage weiterhin sehr gut. Die Gewinnmargen sind hoch und robust. Und die technologische wie ökologische Industrietransformation stimuliert die Geschäftsaktivität sehr stark. Die erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten könnte noch einige Wochen anhalten, stellt aber nur eine Neuorientierung im langfristigen Wachstumspfad dar.



- US-Unternehmen zeigen **solide Jahresabschlüsse** mit mehrheitlich positiven Überraschungen
- Robuster **Auftragseingang**



- **Inflationsdruck** wegen hoher Produzentenpreise und steigenden Lohnkosten
- Hohe **fundamentale Bewertungen** im Vergleich zu anderen Wirtschaftsregionen und der eigenen Historie

## Technologiesektor im Fokus

Angst vor tieferen Wirtschaftswachstumsraten infolge einer restriktiver werdenden US-Notenbank bescherten dem S&P 500 den schwächsten Januar seit 2009. Die hohe Inflation erzeugt Gegenwind und hinterlässt bereits jetzt Spuren in den Netto-Gewinnmargen. Hierzu zählen hohe Energiekosten genau wie steigende Löhne und weiterhin bestehende Lieferkettenprobleme. Bis anhin agierten die Unternehmen geschickt, auch die Auftragslage ist weiterhin sehr robust. Die wichtigste Frage für die kommenden Monate wird sein, ob die hohen Wachstumserwartungen bestätigt werden können. Die jüngsten Kurseinbrüche bei wichtigen Trendwerten wie Meta Platforms (früher Facebook), Netflix, Tesla oder PayPal verheissen bei Verfehlungen nichts Gutes. Die Zeichen stehen somit im ersten Quartal weiterhin auf Konsolidierung am amerikanischen Aktienmarkt.



- **Funktion eines Inflationsschutzes**
- Konsumenten sowie Zentralbanken **stützen Nachfrage**
- Bei schwächerer Wirtschaft und höherer Aktienvolatilität gilt Gold als **sicherer Hafen**



- **Stärkerer USD** schmälert die Kaufkraft
- **Steigende Anleihenrenditen**
- Aussicht auf **restriktivere Geldpolitik** wirkt belastend

## **Trotz steigenden Renditen ist Gold interessant**

Als zu Beginn des Jahrs steigende Anleihenrenditen zu erhöhter Aktienvolatilität führten, bewies Gold abermals seine stabilisierende Wirkung im Portfolio. Da davon ausgegangen werden kann, dass die Inflationsraten aufgrund von Basiseffekten in den kommenden Monaten wieder sinken werden, dürfte Gold seine Seitwärtsbewegung auch in den kommenden Monaten fortführen. In der Theorie müsste Gold bei steigenden Zinsen auf niedrigeren Levels notieren, die Historie zeigt indes ein anderes Bild. Sobald die negative Korrelation mit Anleihenrenditen abnimmt, kann das Edelmetall in den Monaten nach dem ersten Zinsschritt durchaus fester notieren. Dahinter steckt ein erhöhtes Interesse an sicheren Häfen, da sich Sorgen breit machen, dass die Wirtschaft sich abschwächen oder gar in eine Rezession rutschen wird.

# Unsere Sicht auf Währungen



- **EUR** hat aufgrund des geldpolitischen Wechsels der EZB derzeit Rückenwind
- Defensive Währungen wie **USD, CHF, EUR** sind derzeit gefragt



- **High-Beta-Währungen** im Fahrwasser von Risk-on und Risk-off verlieren aktuell, wie die **SEK**
- **Erholungspotenzial von Schwellenländerwährungen** ist aufgrund strafferer Fed-Geldpolitik begrenzt
- **Hohe spekulative Terminkäufe** auf den USD indizieren als Kontraindikator eine Schwäche des Greenbacks

## Die EZB, der Euro und das Überraschungspotenzial

Die Teuerungsdynamik liess in der Eurozone im Januar nicht wie erwartet nach. Innerhalb der EZB wächst deshalb die Nervosität. Die EZB wird nach Angaben ihrer Präsidentin auf Basis der März-Projektionen über weitergehende Massnahmen diskutieren. Die EZB scheint also endlich zu einem effektiven Risikomanagement überzugehen. Nur über Inflationsrisiken zu sprechen, ohne Taten folgen zu lassen, reicht ab einem bestimmten Punkt nicht mehr. Werden die Inflationsprojektionen im März erhöht, wovon auszugehen ist, wird Lagarde einen rascheren Ausstieg aus den Wertpapierkäufen forcieren. In diesem Fall könnte dann auch eine frühere Zinsanhebung auf der Agenda stehen. Zunächst steht aber ein vorzeitiges Ende der Wertpapierkäufe auf der Agenda. Der geldpolitische Richtungswechsel gab dem Euro Auftrieb. Wir rechnen mit weiteren Kursgewinnen für den EUR.

# Autoren und Disclaimer

## Autoren:

**Dr. Felix Brill, Dr. Thomas Gitzel, Harald Brandl, Bernhard Allgäuer, Jérôme Mäser**

## Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äußerster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten.

**Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigengeschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [http://www.vpbank.com/rechtliche\\_hinweise](http://www.vpbank.com/rechtliche_hinweise)**